

## **Aktiemarknadsnämndens uttalande 2015:15**

**2015-06-03**

### **UTTALANDE**

Aktiemarknadsnämnden finner att aktieöverlåtelser på det sätt som anges i framställningen inte är förenliga med god sed på aktiemarknaden. Däremot skulle en riktad emission av aktier i enlighet med vad som skisseras i framställningen under vissa förutsättningar inte strida mot god sed.

Uttalandet offentliggjordes i anonymiserad version den 13 augusti 2018.

### **ÄRENDET**

Till Aktiemarknadsnämnden inkom den 25 maj 2015 en framställning från NN Advokatbyrå på uppdrag av XX AB. Framställningen rör frågan om vissa överlåtelser av aktier i ett bolag som samägs av ett XX och s.k. nyckelpersoner i ett dotterbolag till XX är förenliga med god sed på aktiemarknaden.

### **FRAMSTÄLLNING**

XX undersöker möjligheterna att skapa en fondstruktur, som skulle medinvestera parallellt med XX i minoritetsposter i existerande och nya privata investeringsobjekt ("Fonden").

Fonden skulle bestå av ett svenskt aktiebolag ("FondAB") och i allt väsentligt fungera som en traditionell riskkapitalfond. (För att tillgodose utländska regulatoriska och skattemässiga hänsyn i förhållande till vissa externa investerare kan Fonden komma att bestå av mer än ett

aktiebolag.)

Fonden skulle förvaltas av ett direkt eller indirekt helägt dotterbolag till XX, som är registrerat hos Finansinspektionen som förvaltare i enlighet med lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder. En majoritet av ledamöterna i förvaltningsbolagets styrelse skulle vara oberoende i förhållande till XX.

FondAB skulle vara ett indirekt dotterbolag till XX, ägt genom ett mellanliggande holdingbolag ("FondHoldAB"). XX skulle investera cirka 50 milj. USD i Fonden och ambitionen skulle vara att därefter bjuda in externa investerare att investera totalt cirka 250 - 300 milj. USD i Fonden. De externa investerarna skulle investera genom att lämna kapitalandelslån till FondAB på villkor som i allt väsentligt överensstämmer med sedvanliga villkor för placeringar i liknande riskkapitalfonder. XX skulle därefter ha ett ekonomiskt minoritetsintresse i Fonden. Fonden skulle ha en livslängd om tio år och en investeringsperiod om upp till två år (med förbehåll för vissa begränsade möjligheter till förlängning).

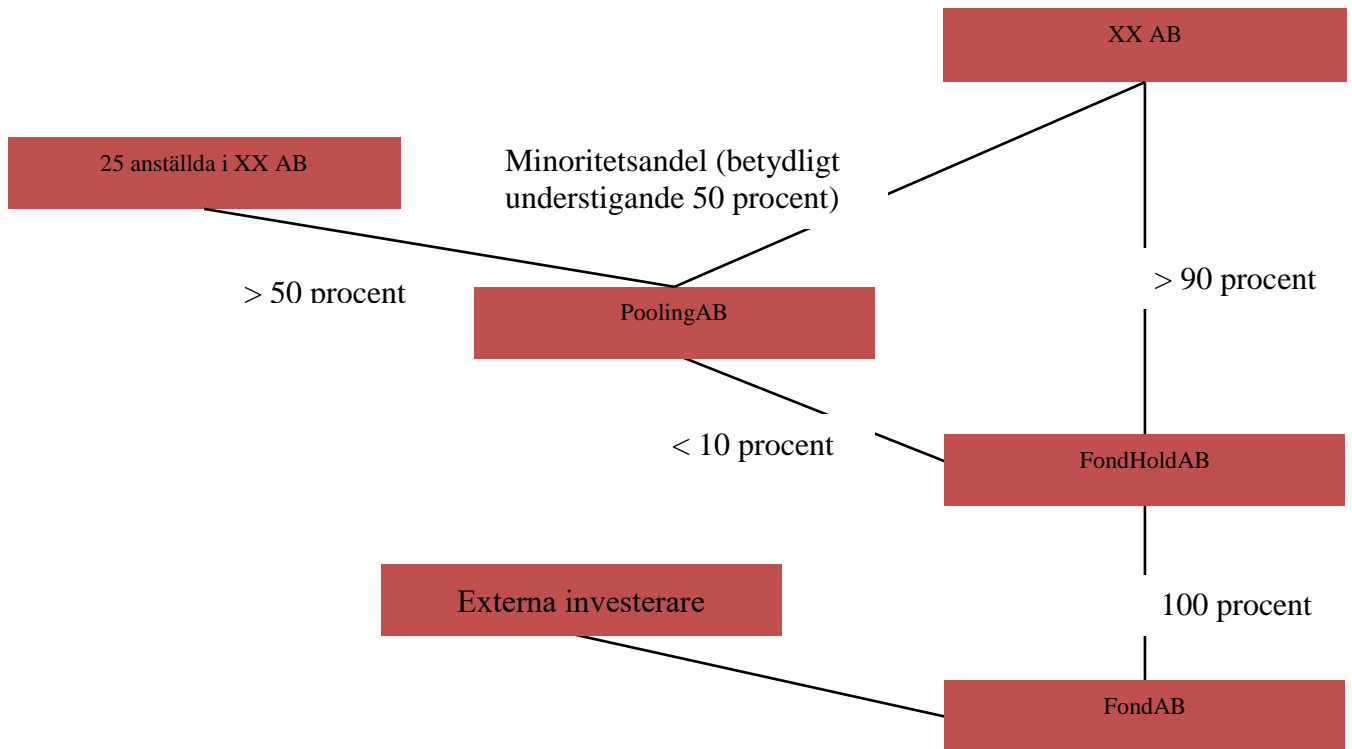
Fondens ekonomiska villkor skulle överensstämma med gängse villkor för liknande riskkapitalfonder och vara föremål för förhandling med de externa investerarna i Fonden. De externa investerarna skulle därvid åta sig att betala en förvaltningsavgift till FondHoldAB. Förvaltningsavgiften skulle beräknas som en procentsats på årsbasis av de medel som tillskjutits och investerats. De externa investerarna skulle vidare åta sig att erlagga en prestationsbaserad vinstdelning, vilken skulle berättiga FondHoldAB till en viss procentsats av Fondens avkastning överstigande en viss avkastningströskel.

Såsom är brukligt för riskkapitalfonder av förevarande typ skulle XX önska att i samband med etableringen av Fonden tillskapa en incitamentsstruktur för anställda i XX-koncernen som är verksamma i Fondens förvaltning och investeringsverksamhet. I syfte att skapa ett gemensamt intresse avseende Fondens utveckling, och att främja ett långsiktigt engagemang, förväntar sig externa investerare generellt en prestationsbaserad vinstdelning till anställda samt att de anställda själva medinvesterar i Fonden. För detta ändamål skulle de anställda etablera ett direkt eller indirekt samägt pooling-bolag ("PoolingAB"), som direkt eller indirekt skulle inneha aktier i FondHoldAB. Det förutses att upp till 25 anställda skulle vara aktiva i Fondens förvaltning och investeringsverksamhet.

PoolingAB:s aktieägarandel i FondHoldAB skulle motsvara mindre än tio procent av det sammanlagda antalet aktier och röster, medan XX skulle inneha, direkt eller indirekt, samtliga övriga aktier och röster i FondHoldAB. XX skulle förvärva en minoritetsandel i PoolingAB, som betydligt skulle understiga 50 procent av det sammanlagda antalet aktier och röster, och ingå ett aktieägaravtal med de anställda. Aktieägaravtalet skulle bland annat innehålla (a) vissa överlåtelsebegränsningar avseende de anställdas aktier i PoolingAB, (b) sedvanliga rättigheter för XX att förvärva aktier i PoolingAB från anställd vars anställning upphört, och (c) vetorätt för XX i förhållande till vissa extraordinära beslut. Aktieägaravtalet skulle dock inte ge XX ett bestämmande inflytande över PoolingAB.

Vidare skulle XX och PoolingAB ingå ett aktieägaravtal avseende FondHoldAB, vilket bland annat skulle innehålla överlåtelsebegränsningar avseende de aktier i FondHoldAB som innehas av PoolingAB, men inte skulle begränsa PoolingAB:s rösträtt.

Strukturen illustreras av skissen nedan.



### Kapitalandelslån

Genom att investera i aktier i PoolingAB (och därigenom indirekt investera i FondHoldAB och FondAB) skulle de anställda dels erhålla rätt till totalt 50 procent av eventuell prestationsbaserad vinstdelning erlagd av de externa investerarna i Fonden såsom beskrivet ovan, och dels saminvestera i Fonden. De anställda skulle förvärva aktier av olika slag i PoolingAB, vilka skulle spåra eventuell rätt till prestationsbaserad vinstdelning ("Prestationsaktier") respektive eventuell avkastning på saminvesteringen ("Saminvesteringsaktier").

Teckningskursen för Prestationsaktier för anställda med hemvist i Sverige skulle vara marknadsvärde fastställt av en oberoende revisionsbyrå, och för anställda med hemvist i Storbritannien marknadsvärde fastställt i enlighet med ett *Memorandum of Understanding* mellan British Venture Capital Association och HM Revenue and Customs. Teckningskursen för Saminvesteringsaktier skulle för samtliga anställda (oavsett hemvist) motsvara deras respektive proportionella andel av marknadsvärdet av Fondens underliggande investeringar.

Framtida fluktuationer i värde och avkastning på aktier i PoolingAB sett över Fondens avsedda tioåriga livslängd kommer att bero på den framtida utvecklingen av ett antal faktorer, såsom i vilken mån externa investerare tillskjuter kapital till Fonden, Fondens möjlighet att genomföra investeringar samt hur Fondens underliggande investeringar utvecklas.

Avsikten är att de anställda tillsammans skulle investera ett belopp om totalt 5 miljoner amerikanska dollar i PoolingAB. Deras totala investeringsbelopp skulle därmed motsvara mindre än 0,06 procent av XXs nuvarande börsvärde, det vill säga ett belopp som är oväsentligt för XX och dess aktieägare.

Reglerna i 16 kap. aktiebolagslagen är inte formellt tillämpliga på de anställdas förvärv av aktier i PoolingAB, då detta inte kommer att utgöra ett dotterbolag till XX.

#### *Fråga 1(A)*

Aktiemarknadsnämndens uttalanden 2010:21 behandlade vissa arrangemang i anslutning till pooling-bolag. Skulle det mot bakgrund av de omständigheter som anges ovan vara förenligt med god sed på aktiemarknaden att, utan analog tillämpning av bestämmelserna i 16 kap. aktiebolagslagen, (i) genomföra den incitamentstruktur som beskrivits ovan, (ii) i framtiden emittera nya aktier i PoolingAB till anställda som redan innehar aktier PoolingAB, respektive (iii) i framtiden emittera aktier i PoolingAB till anställda som inte sedan tidigare äger aktier i PoolingAB?

#### *Fråga 1(B)*

XX överväger möjligheten att reservera ett antal aktier i PoolingAB i syfte att på ett effektivt sätt kunna överlåta aktier till eventuella nya anställda eller till befintliga anställda vars investeringar avses ökas under Fondens livslängd. De reserverade aktierna skulle emitteras till XX vid bildandet av Fondstrukturen (och därtill skulle komma eventuella aktier som förvärvas av XX från anställda som lämnar sin anställning) och skulle, med förbehåll för relevanta beslut, överlåtas på sätt som anges ovan. Genom detta förfaringsätt skulle aktier kunna förvärvas av anställda utan att negativt påverka det relativa aktieinnehavet eller de ekonomiska rättigheterna för andra anställda som innehar aktier i PoolingAB. I praktiken skulle förfaringsättet motsvara att nyemissioner görs till anställda som avses investera, respektive att inlösen sker

av aktier innehavda av anställda som lämnar sin anställning, dock utan att påverka aktiekapitalet.

Under förutsättning av att svaret på fråga 1(A) ovan är jakande, skulle det vara förenligt med god sed på aktiemarknaden för XX att genomföra överlåtelser av den typ som anges i denna fråga 1(B) utan analog tillämpning av bestämmelserna i 16 kap. aktiebolagslagen?

#### *Fråga 2(A)*

Aktiemarknadsnämnden har i uttalandena 2013:42, 2014:27 och 2015:04 berört frågan om man, i de fall där god sed på aktiemarknaden som utgångspunkt kräver att reglerna i 16 kap aktiebolagslagen tillämpas analogt, kan begränsa detta krav till att avse emissioner och överlåtelser som inte är av oväsentlig betydelse för koncernen och dess aktieägare. Mot bakgrund av att det totala belopp som anställda i förevarande ärende avses investera i nyemission i PoolingAB som beskrivits ovan är oväsentligt för XX och dess aktieägare, skulle det vara förenligt med god sed på aktiemarknaden att, utan analog tillämpning av bestämmelserna i 16 kap. aktiebolagslagen, (i) genomföra den incitamentsstruktur för anställda som beskrivits ovan, (ii) i framtiden emittera nya aktier i PoolingAB till anställda som redan innehar aktier i PoolingAB, respektive (iii) i framtiden emittera nya aktier i PoolingAB till anställda som inte sedan tidigare äger aktier i PoolingAB?

#### *Fråga 2(B)*

Under förutsättning av att svaret på fråga 2(A) ovan är jakande, skulle det vara förenligt med god sed på aktiemarknaden för XX att genomföra överlåtelser av den typ som anges i fråga 1(B) utan analog tillämpning av bestämmelserna i 16 kap. aktiebolagslagen? (givetvis under förutsättning av att eventuella sådana överlåtelser i sig är oväsentliga för XX och dess aktieägare)?

## **ÖVERVÄGANDEN**

Sedan en riktad nyemission i AB Leo väckt livlig allmän debatt infördes en särskild lag om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m. som trädde i kraft den 1 juli 1987. Lagens

bestämmelser återfinns idag, med endast små ändringar, i 16 kap. aktiebolagslagen.

Leo-reglerna skärper beslutskraven i fråga om riktade emissioner och vissa överlåtelser av aktier till styrelseledamöter, verkställande direktören eller andra anställda i det emitterande bolaget eller något annat bolag i koncernen. I förarbetena till Leo-lagen framhölls svårigheten att utforma lagreglerna på ett sådant sätt att de på en gång utesluter varje möjlighet till kringgående och lämnar erforderligt utrymme för affärsmässigt motiverade transaktioner: ”Uppenbara fall av kringgåenden torde dock få betraktas som etiskt oförsvarliga och därmed kunna angripas i annan ordning” (prop. 1986/87:76 s. 26). Aktiemarknadsnämnden, vars uppgift är att verka för god sed på den svenska aktiemarknaden, har med hänsyn till dessa uttalanden flera gånger slagit ned på förfaranden som uppfattats som ett kringgående av Leo-bestämmelserna.

Leo-regleringens syfte är att garantera aktieägarna i berörda publika aktiebolag ett avgörande inflytande över sådana emissioner och överlåtelser av aktier i bolaget eller dess dotterbolag, som sker till bl.a. styrelseledamöter och företagsledningen i bolaget eller annat bolag i koncernen. Regleringen innebär därför bl.a. att beslut om sådana transaktioner ska fattas eller godkännas av bolagsstämman i aktiemarknadsbolaget.

Aktiemarknadsnämnden har vid flera tillfällen gett uttryck för uppfattningen att god sed på aktiemarknaden vid vissa emissioner och överlåtelser av aktier och andra instrument kan kräva att beslutsform och information följer Leo-regleringen, även då dessa bestämmelser inte är direkt tillämpliga, se framför allt AMN 2002:01.

Leo-reglerna i 16 kap. ABL lämnar inget utrymme för att ta hänsyn till hur stor en emission eller överlåtelse är i förhållande till det berörda publika bolaget. Förslag har emellertid framförts om att införa en storleksspärr för överlåtelsefallen (Ds 2011:21). Vidare har Aktiemarknadsnämnden i AMN 2012:05, som behandlar god sed på aktiemarknaden vid vissa närbesläktade förfaranden, lagt fast att en storleksgräns bör tillämpas i fråga om vilka transaktioner som ska underställas bolagsstämman och vara föremål för en särskild beslutsordning. Vad som föreskrivs i det uttalandet gäller endast om transaktionen inte är av oväsentlig betydelse för bolaget.

I linje med synsättet i AMN 2012:05 har nämnden funnit att man också i de fall där Leo-

reglerna i lagen inte är tillämpliga men god sed på aktiemarknaden som utgångspunkt kräver att reglerna tillämpas bör begränsa detta krav till att avse emissioner och överlåtelse som inte är av oväsentlig betydelse för koncernen och dess aktieägare (jfr bl.a. AMN 2015:04).

Baserat på de i framställningen angivna förutsättningarna innebär vad ovan sagts i det aktuella fallet följande med avseende på först emissionsfallet och därefter överlåtelsefallet.

PoolingAB är inte ett dotterbolag till XX. Reglerna i 16 kap. aktiebolagslagen (Leo-reglerna) är således inte tillämpliga på *emissioner* i PoolingAB. Om emellertid det likväl med hänsyn till XXs ägarandel, inflytande och andra omständigheter framstår som sakligt motiverat att behandla PoolingAB som dotterbolag och god sed på aktiemarknaden som utgångspunkt kräver att Leo-reglerna tillämpas (jfr bl.a. AMN 2010:21) behöver så ske endast om emissionen inte är av oväsentlig betydelse för XX-koncernen och dess aktieägare (jfr bl.a. AMN 2015:04). Det ligger i sakens natur att upprepade emissioner av det slaget, med hänsyn till den sammanlagda betydelsen för koncernen, skulle kunna föranleda en annan bedömning. Om det inte skulle anses motiverat att över huvud taget behandla PoolingAB som dotterbolag aktualiseras inte heller någon tillämpning av Leo-reglerna.

Eftersom PoolingAB inte är ett dotterbolag till XX, faller inte heller *överlåtelse* av aktier i PoolingAB bokstavligen under tillämpningsområdet för bestämmelserna i 16 kap. aktiebolagslagen. Ätminstone om PoolingAB inte har några andra väsentliga tillgångar än aktierna i XXs dotterbolag FondHoldAB ligger det dock nära till hands att betrakta överlåtelse från XXs egen sida av aktier i PoolingAB på samma sätt som överlåtelse av aktier i FondHoldAB, och det kan därför inte uteslutas att en domstol skulle betrakta Leo-reglerna som tillämpliga enligt grunderna för reglerna. Överlåtelse av aktier i FondHoldAB till anställda i bolaget kräver att reglerna i 16 kap. aktiebolagslagen följs. En överlåtelse som i stället avser aktier i PoolingAB är enligt nämndens mening närmast att uppfatta som ett kringgående av Leo-reglerna och därmed inte förenlig med god sed på aktiemarknaden (jfr AMN 2010:21). Huruvida en sådan överlåtelse är av oväsentlig betydelse för XX eller inte saknar betydelse.

-----

I behandlingen av detta ärende har deltagit Johan Munck (ordförande), Ulf Aspenberg, Eva Hägg, Nina Macpherson, Carl-Johan Pousette och Erik Sjöman.



På Aktiemarknadsnämndens vägnar

Johan Munck

/Rolf Skog